



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2012

**Die Psychologie des Investierens FuW-Serie - Wie Finanzmärkte
funktionieren - Dem Wesen der Anleger und der Vermögensberater auf der
Spur**

Hens, Thorsten

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-62496>

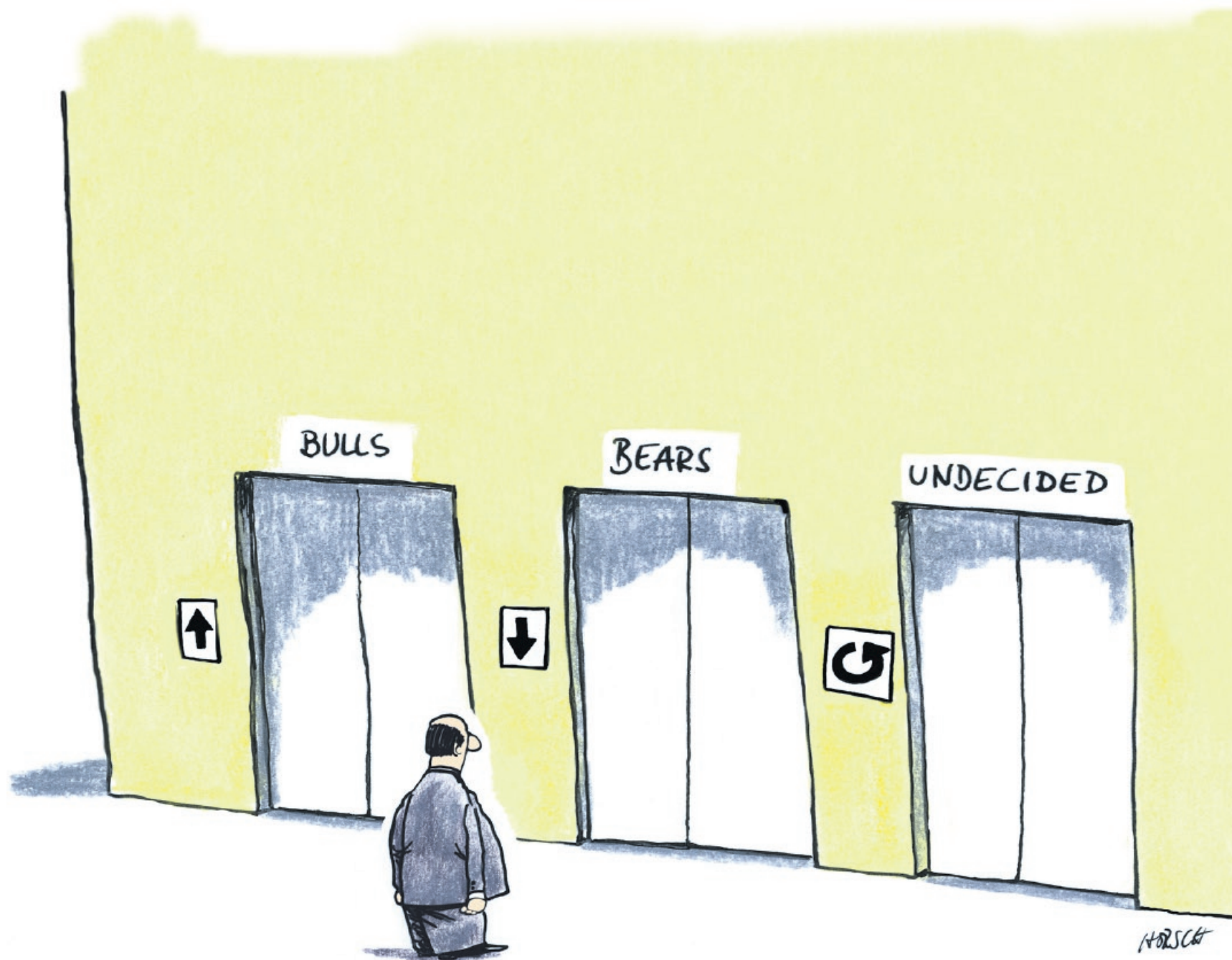
Newspaper Article

Originally published at:

Hens, Thorsten. Die Psychologie des Investierens FuW-Serie - Wie Finanzmärkte funktionieren - Dem Wesen der Anleger und der Vermögensberater auf der Spur. In: Finanz und Wirtschaft, 39, 16 May 2012, 18.

Die Psychologie des Investierens

FuW-SERIE Wie Finanzmärkte funktionieren – Dem Wesen der Anleger und der Vermögensberater auf der Spur



THORSTEN HENS

An Ideen und Empfehlungen für eine erfolgreiche Kapitalanlage fehlt es nie, und mögen die Märkte noch so widersprüchlich, sprunghaft und richtungslos sein, wie es zurzeit der Fall ist. Sich über die vielen Szenarien, Konzepte und den Portfoliomix klar zu werden und sich für eine bestimmte Variante zu entscheiden, ist eine grosse Herausforderung. Es erleichtert die Aufgabe, wenn sich Anleger und Vermögensberater mit der über allem stehenden Frage befassen: Wie funktionieren die Finanzmärkte, und was sind die Motive und die Verhaltensmuster der Akteure, die den Märkten den Stempel aufdrücken? Eine Antwort auf diese einfache Frage und den doch so komplexen Hintergrund verleiht einer Anlage erst rea-

listische Chancen und minimiert das Risiko von Fehlentscheidungen.

Behavioural Finance heisst die sozialwissenschaftliche Analyse der Märkte. Eine FuW-Serie nimmt sich des spannenden und vielseitigen Themas an. Autor – das eine Anmerkung der Redaktion – ist Prof. Thorsten Hens, ein führender Experte in der sozialwissenschaftlichen Forschung der Finanzmärkte. In wöchentlichen Beiträgen befasst er sich mit den wichtigsten Aspekten des Markt- und Investorenverhaltens (vgl. Box oben). Hens startet mit nachfolgender Einführung.

Veraltete Sichtweise

Als ich 1999 in die Schweiz kam, war die Bankenwelt noch in Ordnung. Die Börsen kannten seit Jahren nur eine Richtung: aufwärts. Von den stolzen Renditen mussten die Banken nur wenig abgeben, da die Kunden vor allem aus dem Ausland kamen und von der Steuerersparnis lebten. Die lokalen Professoren waren Vertreter der rationalen Sichtweise der Finanzmärkte und berieten die lokalen Banken mit den Erkenntnissen der Wissenschaft der Fünfziger- (moderne Portfoliotheorie) und Sechzigerjahre (Kapitalmarkttheorie). Manche waren auch Experten in den Erkenntnissen der Siebziger (Theorie der Derivate). Der Finanzplatz Schweiz brauchte viele Mitarbeiter, die aus unterschiedlichsten Berufsgruppen umgeschult wurden.

Seitdem brachen die Börsen stark ein, weshalb grosse Zweifel an der Gültigkeit zentraler Thesen der rationalen Sichtweise aufkamen. So zweifeln heute viele Anleger an der auf lange Sicht sicher geglaubten Überrendite von Aktien zu Obligationen, und die fiskalischen Vorteile für Ausländer schmolzen stärker als die Gletscher der Alpen. Als Folge davon rückt der Kunde wieder stärker ins Bewusstsein der Banken, wo es in der Tat Nachholbedarf gibt: Die Beratung der meisten Banken in der Schweiz ist noch weit davon entfernt, die neueren Erkenntnisse der Wissenschaft umzusetzen. Fast alle beraten ihre Kunden nach wie vor mit den Erkenntnissen der Fünfziger- und Sechzigerjahre des vergangenen Jahrtausends: Volatilität ist das einzige Risikomass und die Rationalität der Märkte die

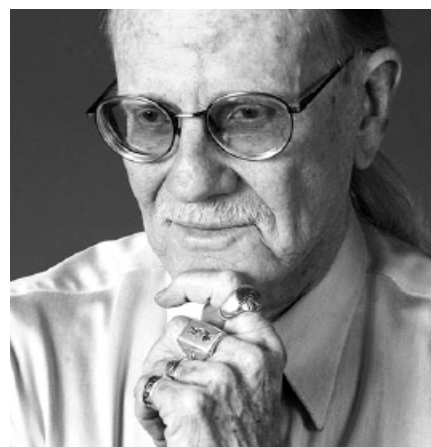
einzige Sicht. Dabei hat in der Finanzwissenschaft seit den Achtzigerjahren eine Abkehr von der Annahme der vollkommenen Rationalität stattgefunden. Dieses Umdenken wurde im Jahr 2002 mit dem Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften, verliehen an Daniel Kahneman und Vernon Smith, ausgezeichnet.

Die von diesen Wissenschaftlern begründete Forschungsrichtung Behavioural Finance liefert eine ideale Grundlage für die Anlageberatung. Im Zentrum der Behavioural Finance steht das Fehlverhalten, das Menschen bei Entscheidungen unter Unsicherheit und Risiko zeigen. Darauf aufbauend wird untersucht, wie Menschen Risiken empfinden und wie man ihnen helfen kann, bessere Anlageergebnisse zu erzielen. Es zeigt sich zum Beispiel, dass die auf Volatilität basierende Efficient Frontier von Markowitz durch eine Behavioural Efficient Frontier basierend auf der Prospekttheorie von Kahneman und Tversky ersetzt werden muss. Zudem kann man Diagnosetest gestalten, die den Kunden ihre Stärken und Schwächen beim Geldanlegen aufzeigen. Schliesslich löst Behavioural Finance das Financial-Literacy-Problem, da sie einfache Modelle entwickelt und eine Sprache benutzt, die Entscheidungen aus Kundensicht darstellt.

Psychofallen

Im ersten Teil der Serie am nächsten Mittwoch (FuW Nr. 41) geht es um Behavioural Biases (Psychofallen), in die man als unerfahrener Investor oft hineinfällt. Die Behavioural Finance hat nicht nur eine lange Liste solcher Fallen erstellt, sondern verlässliche Methoden der Diagnose entwickelt und angemessene Rezepte gefunden, sie zu meiden. Dabei greift sie neuerdings auch auf Erkenntnisse der Neurofinance, die Hirnforschung, zurück. Diese ist in den letzten Jahren durch eine sprunghafte technologische Entwicklung (fMRI) immer mehr in die Ökonomie eingeflossen und findet nun auch in der Finanzwissenschaft Anwendung.

Die Neurofinance erlaubt es festzustellen, welche «Fälle» biologische Ursachen hat und deshalb nicht einfach gemieden werden kann. Auch hat sich die Behaviour-



Vernon Smith (links) und **Daniel Kahnemann** erhielten 2002 den Nobelpreis für ihre Erkenntnisse in der Verhaltensökonomie.



BILDER: EDDY RISCHKE/STONE, ZIG 2

ral Finance in die Kulturforschung verzweigt. Dort zeigt sie auf, inwieweit sich Behavioural Biases in den uns bekannten Kulturen unterscheiden. Die Cultural Finance entwickelt so eine wichtige Grundlage für global aktive Banken. Insbesondere gehe ich darauf ein, ob es bei Anlageentscheidungen eine «Swissness» gibt.

Beim Anlageberatungsgespräch sitzen geladene und ungeladene Gäste am Tisch. Neben den ausländischen Steuerbehörden mahnt dieser Tage auch die inländische Aufsichtsbehörde, die Finma, einen Platz an. Neu soll das Beratungsgespräch stärker reguliert werden. Wie in der europäischen Mifid vorgeschrieben, wird auch in der Schweiz die Verwendung von Risikoprofilen Pflicht. Das sind mehr oder weniger intelligente Fragebögen, die darin gipfeln, dass sie eine strategische Asset Allocation festlegen.

Leider führt das an sich gut gemeinte Anliegen der Aufsichtsbehörden meist nicht zu einer Verbesserung der Beratungsqualität, da man bekanntlich auf dumme Fragen dumme Antworten erhält. Jedoch ist nicht einfach festzustellen, welche Fragen geschickt und welche dumm sind. Eine Anwendung der Behavioural Finance, von der ich in dieser Serie berichten werde, zeigt auf, wie man mit kontrollierten Laborexperimenten Risikoprofiler entwickelt, die Mifid-konform sind und zu einer Anlagestrategie führen, die der Kunde auch versteht und durchhält.

Während bis in die Siebzigerjahre Informationen über Finanzmarkt und Wertanlagen noch so rar waren, dass Eugene Fama mit Recht postulieren konnte, dass jede neu eintreffende Information sofort in die Kurse eingepreist wird, erleben wir heutzutage den Informations-Overkill. Wir werden jederzeit mit relevanten und irrelevanten Informationen überschüttet. Leider zeigt die Behavioural Finance, dass dadurch die Qualität unserer Entscheidungen nicht zu-, sondern eher abnimmt. Wie man richtig mit Informationen umgeht und welchen Einfluss die Medien auf das Geschehen an den Finanzmärkten haben, ist ebenfalls Gegenstand der Serie.

Dank an die Schweiz

Schliesslich wage ich mich an die wohl schwierigste Aufgabe: Was folgt von den auf individueller Ebene behandelten Psychofallen für den Kursverlauf? Werden die rationalen Anleger von den Psychofallen der anderen Investoren profitieren und diese letztlich aus dem Markt verdrängen? Oder gibt es Phasen, wo es genau umkehrt ist? Erlaubt die Kenntnis der Behavioural Biases eine bessere Orientierung?

Ich hoffe, den Lesern durch meine Artikel in den kommenden Wochen einen wertvollen Einblick in meine Forschung zu geben, um mich auf diese Weise für die Gastfreundschaft zu bedanken, die ich seit 1999 in der Schweiz erfahren habe.

Zum Autor



Thorsten Hens (50) ist **Swiss-Finance-Institute-Professor** an der Universität Zürich und Direktor des **Instituts für Banking und Finance**. Er ist zu-

dem Partner von Behavioural Finance Solutions (BhFS), einem **Spin-off** der Uni Zürich, das Finanzunternehmen in der Portfoliogestaltung unter Erkenntnissen der Verhaltenswissenschaft berät. Auch ist Hens ausserordentlicher Professor an der **Norwegian School of Economics** in Bergen, und einen engen Kontakt pflegt er zur Stanford University in Kalifornien, wo er im Jahr 1993 Assistenzprofessor war und 2011 ein Forschungssemester verbrachte. Hens habilitierte 1996 an der Universität Bonn und zog 1999 in die Schweiz. Im Bereich seiner Forschungsschwerpunkte – der **Evo-lutionary Finance** und der **Behavioural Finance** – zählt er zu den führenden Wissenschaftlern in Europa. Für die FuW schreibt er Leitartikel und tritt als Referent an Seminaren auf. Hens ist verheiratet und Vater von zwei Kindern.

HF



Die Serie im Überblick

Würden sich Anleger rein rational verhalten, wären die Finanzmärkte wohl effizient oder zumindest weniger schwankungsanfällig als in letzter Zeit. Dass die **Psychologie** für die Dynamik an den Märkten eine grosse Rolle spielt, ist kein Geheimnis. Gleichwohl wird ihr Einfluss oft unterschätzt oder verdrängt. Prof. Thorsten Hens füllt diese Lücke und erforscht das Anlegerverhalten unter **evolutionstheoretischen, psychologischen und neurologischen Aspekten**. Über seine Erkenntnisse, typische Anlegerfehler und die Lehren daraus berichtet er in einer **FuW-Serie**, die mit nebenstehender Einführung beginnt.

Die wichtigsten Aspekte der Behavioural Finance behandelt Prof. Hens anschliessend im Wochenrhythmus, erstmals am **kommenden Mittwoch, 23. Mai (FuW Nr. 41)**. Die einzelnen Beiträge, illustriert vom Karikaturisten **Wolfgang Horsch**, gliedern sich inhaltlich wie folgt:

Teil 1: Behavioural Biases – das typische (Fehl-)Verhalten von Privatanlegern.

Teil 2: Kulturelle Unterschiede, oder sind wir in Geldfragen alle gleich?

Teil 3: Das passende Risikoprofil – wie identifizieren und umsetzen.

Teil 4: Neurofinance – was Investoren von der Hirnforschung lernen können.

Teil 5: Die Medien und der Finanzmarkt – ausgleichend oder aufschaukelnd?

Teil 6: Marktanomalien und die Frage: Value oder Momentum?